

*Branko Krnić ***Dubravko Radošević ***

UDK 338.124.2:336.025(497.5)

JEL Classification E44, E58, F21, F34, G15

Izvorni znanstveni članak

MAKROEKONOMSKE NERAVNOTEŽE U HRVATSKOJ EKONOMIJI: DUALITET IZMEĐU FINANCIJSKOG I REALNOG SEKTORA

Globalna je financijska i gospodarska kriza potaknula brojna teorijska i empirijska istraživanja (ne)usklađenosti (dualitetu) između financijskih i realnih sektora nacionalnih ekonomija. Istraživanja pokazuju da su takve neusklađenosti jedan od ključnih izvora rizika za financijsku (ne)stabilnost. Takav model ekonomskog rasta naziva se „financijskim kapitalizmom“ ili „modelom rasta utemeljenom na deregulaciji financijskog sektora“. U ovom se radu polazi od pretpostavke da takve strukturalne neusklađenosti postoje i u hrvatskoj nacionalnoj ekonomiji, te da su one posljedica financijalizacije. Istraživanjem temeljnih makroekonomskih indikatora utvrđuje se dualitet između financijskog i realnog sektora hrvatske ekonomije i njegov utjecaj na makroekonomsku stabilnost Hrvatske. U ovom se radu sugerira nužnost osmišljavanja novog ekonomskog modela Hrvatske.

Ključne riječi: financijska ekonomija, realna ekonomija, financijski kapitalizam, financijalizacija, inherentna nestabilnost financijskog sustava, makroekonomske neravnoteže, Evropski semestar, procedura EU za otklanjanje makroekonomskih neravnoteža

* Branko Krnić, dr. sc., predstojnik Katedre za financije, računovodstvo i pravo, Veleučilište VERN, Zagreb (branko.krnic@vern.hr).

** Dubravko Radošević, doc. dr. sc., viši znanstveni suradnik, Ekonomski institut Zagreb, i docent Sveučilišta u Zagrebu (dradosevic@eizg.hr).

Rad je primljen u uredništvo 6. 11. 2013., a prihvaćen je za objavu 23. 1. 2014.

1. Uvod

Neusklađenost (dualitet) financijskih i realnih sektora nacionalnih ekonomija, jedan je od ključnih izvora rizika za financijsku stabilnost nacionalne ekonomije. Istraživanje ove neusklađenosti između financijskog i realnog sektora ekonomije, i njihove povezanosti s makroekonomskim neravnotežama u hrvatskoj ekonomiji predmet su ovog istraživanja. Polazi se od pretpostavke da su takve neusklađenosti u Hrvatskoj nastale u razdoblju od 2000. do 2009. godine, kao posljedica modela ekonomskog rasta zasnovanog na prekomjernom razvitku financijskog sektora. Namjera je bila istražiti takve neusklađenosti, utvrditi njihovu povezanost s ključnim makroekonomskim neravnotežama te identificirati mogućnosti za usklađeni razvitak financijskog i realnog sektora. To podrazumijeva pronalaženje rješenja u regulaciji i ekonomskoj politici kojima bi se funkcioniranje financijske i realne sfere ekonomije usmjeravalo prema postizanju ekonomskog rasta i društvenog razvitka.

Rad je strukturiran tako da je nakon uvoda u drugom poglavlju iznesen osnovni teorijski okvir, a u trećem metodologija i koncepcija istraživanja. Osvrt na indikatore monetarnih i realnih kretanja u hrvatskoj ekonomiji te na osnovne pokazatelje financijskih rezultata i ekonomskog stanja poduzeća i banaka uključen je u četvrto poglavlje. Osnovne makroekonomske neravnoteže se razmatraju u petom poglavlju. Povezanost monetarne politike i makroekonomskih neravnoteža istražena je u šestom poglavlju. U sedmom se poglavlju makroekonomske neravnoteže razmatraju u kontekstu povezanosti s ostalim potencijalnim uzrocima njihova nastajanja. U osmom se poglavlju u okviru zaključnih razmatranja predlaže strategija izlaza, održivog ekonomskog rasta i razvitka na osnovi novog ekonomskog modela.

2. Teorijski okvir

Istraživanje povezanosti financijskog i realnog sektora ekonomije ima dugu tradiciju u ekonomskoj literaturi. Do sada je o tome objavljen veliki broj radova u kojima su zastupana različita stajališta. Postoji i nekoliko pregleda literature, kao npr. Gertler (1988.), Pagano (1993.), Levine (1997., 2004.), Trew (2006.) i Demirgüç-Kunt i Levine (2008.). Teorijska i empirijska istraživanja ukazuju da razvitak financijskih institucija i tržišta može pridonositi učinkovitoj alokaciji resursa, što pozitivno utječe na ukupnu ekonomsku učinkovitost, gospodarski rast i društveni razvitak. S druge strane, ukazuju i na mogućnost da njihove neusklađenosti uzrokuju pogoršanje stanja u realnom sektoru ekonomije. Međutim, potvrđuje se i teza

da u ekonomiji čiji je realni sektor opterećen različitim makroekonomskim neravnotežama, ni financijski sektor nije moguće održati stabilnim. Globalna financijska i gospodarska kriza u znatnoj je mjeri oslabila teorijsku tezu da suvremeni financijski sustavi funkcioniraju u skladu s *hipotezom efikasnog tržišta*. Nakon globalne financijske krize, prevladava teorija *inherentne nestabilnosti financijskih sustava* (Minsky, 1992., 2008.) s obzirom na to da se financijska tržišta ne optimiziraju *automatski*, nisu stabilna i ne vode prema optimalnoj alokaciji resursa. Poslije razdoblja stvaranja *imovinskog mjehura* i na kreditima podržane ekonomske ekspanzije, slijedi razdoblje kreditne kontrakcije i deflacije cijena imovine, tj. financijske i gospodarske krize. Stoga su posljednjih godina na tim iskustvima u okviru sustava tzv. financijske deregulacije pokrenute brojne rasprave na globalnoj razini o neusklađenosti funkcioniranja financijskih i realnih sektora, a osobito o ulozi poslovnih banaka u ekonomiji. Slijedom toga, naše istraživanje uzima u obzir upravo te nove teorije post-keynezijanske ekonomike i nove teorije iz monetarne ekonomike, tj. *moderne teorije novca* (engl. *Modern Money Theory* - MMT). Za razumijevanje uzroka nastanka makroekonomskih neravnoteža i dinamike krize bitna je teorija financijalizacije (vidjeti npr. u: Becker, 2010.; Grabel, 2003. i 2013.; Hein, 2012.; Lapavitsas, 2009. i 2011.; Palley, 2007.; Stiglitz and Greenwald, 2003., Stiglitz, 2010. i drugi autori), odnosno teorija endogenog novca (pregled ovih monetarnih teorija može se vidjeti u: Lucarelli, 2011.), što je osnova za nove monetarne strategije (Woodford, 2012.) i novi pristup stabilizacijskim makroekonomskim politikama (Blanchard et al., 2010. i 2013.). Financijalizacija je proces prevladavanja financijske industrije nad realnim sektorom gospodarstva i ključna je komponenta neoliberalnog ekonomskog modela. Koncept financijalizacije označava brzi razvitak i uspon financijskih tržišta i institucija (vidjeti, Greenwood and Scharfstein, 2013.), ali i sve veću uključenost nefinancijskih poduzeća i kućanstava u financijske poslove (zaduživanje). Financijalizacija podrazumijeva promjenu u režimu akumulacije, a temelji se na rastu inherentno nestabilne financijske strukture. Pod pretpostavkom izostanka odgovarajuće državne intervencije (regulacije središnje banke), u suvremenoj će kapitalističkoj ekonomiji težnja za stvaranjem financijskog profita u razdoblju prosperiteta endogeno proizvesti nestabilnu privrednu strukturu, ekonomsku i financijsku krizu i, u krajnjem slučaju, ako izostane regulacija, ekonomski slom. Sve se to u ovom radu istražuje na dinamici razvitka hrvatske ekonomije i nastanku ključnih makroekonomskih neravnoteža¹.

¹ Ovdje želimo istaknuti činjenicu da su u hrvatskom gospodarstvu ostvarene brojne makroekonomske neravnoteže, koje ukratko možemo označiti kao interne i eksterne makroekonomske neravnoteže. Zbog toga, Evropska unija – u sklopu mehanizama koordinacije makroekonomskih politika svojih članica (vidjeti : European Commission, 2013. i DZS, 2013.) – pokrenula je za Hrvatsku, krajem prošle godine, tzv. „Proceduru za otklanjanje makroekonomskih neravnoteža“ (engleski, „Macroeconomic Imbalance Procedure“ – MIP), u čemu je otklanjanje neravnoteže u javnim financijama vrlo važan element, pa je pokrenuta i „Procedura prevelikog deficita“ (engleski,

Ukratko, teorija financijalizacije razotkriva mehanizam akumulacije i endogenog stvaranja nestabilnih ekonomskih sustava, putem nereguliranih tržišta kapitala, snažnih liberaliziranih priljeva kapitala iz inozemstva, mehanizma poticanja prekomjernog zaduživanja u inozemstvu i stvaranja slabih nacionalnih ekonomija koje su ovisne o financijskim tokovima, odnosno strategijama financijskog razvoja postavljenim u razvijenim kapitalističkim zemljama. Globalna financijska kriza razotkrila je slabosti takvih modela razvoja. U Hrvatskoj je ovisnost o neprestanim priljevima kapitala – kao oblik financijalizacije i deregulacije financijskog sektora nacionalne ekonomije – bila plaćena postepenim sužavanjem manevarskog prostora za provođenje autonomne, a u vremenu krize kontra-cikličke makroekonomske politike (Radošević, 2011.). Takav utjecaj financijske sfere proizveo je u interakciji financijski-realni sektor različite makroekonomske neravnoteže. Ovakav teorijski okvir, koji uzima u obzir interakcije tih sektora i nove ekonomske i monetarne teorije, može pridonijeti proširenju znanstvenih spoznaja o povezanosti funkcioniranja financijskog i realnog sektora nacionalne ekonomije, i o posljedicama njihove neusklađenosti.

3. Metodologija i koncepcija istraživanja

Rad je nastavak ranijih istraživanja autora², u najvećoj mjeri rezultata analiza iz: Krnić (2012.a i 2013.) i Radošević (2011. i 2013.). Polazi se od konceptualnog okvira iznesenog u Hartmann et al. (2007.) koji je u znatnoj mjeri korišten u dijelu kvantitativnog istraživanja performansi hrvatske ekonomije u Krnić (2012.a). Naime, financijski i realni sektor razmatraju se u njihovoj interakciji, uzimajući u obzir da njihovi međusobni utjecaji određuju *performanse* jednog i drugog sektora.

„Excessive Deficit Procedure“ – EDP). Metodologija procjene stabilnosti financijskog sustava, u sklopu MIP-a, vrlo je specifična (opširnije vidjeti u: Declan and Fischer, 2012. i European Commission, 2012.). Također, pokrenuta je izrada posebnih makroekonomskih analiza o Njemačkoj, Luksemburgu i Hrvatskoj, kako bi EU mogla definirati programe kompleksnih ekonomskih reformi za odgovarajuće prilagodbe nacionalnih razvojnih modela ovih zemalja u uvjetima krize. Naše istraživanje analizira specifičan aspekt makroekonomskih neravnoteža koje postoje u hrvatskom gospodarstvu – neravnotežu između financijskog i realnog sektora hrvatske ekonomije. Posebno je bila korisna analiza EBRD, koja ukazuje na brojne makroekonomske neravnoteže, tzv. „indikatore ranjivosti“ u zemljama članicama EBRD, uključujući i Hrvatsku (opširnije vidjeti u: EBRD, 2013.). U osnovi, ovdje se radi o posebnom modelu razvoja, koji je nastao kao posljedica financijske globalizacije te deregulacije financijskih tržišta (o specifičnim aspektima makroekonomike takvog ekonomskog modela, opširnije vidjeti u: Hein, 2012., čijim radovima smo se koristili i u ovom istraživanju).

² Krnić (2010.a, 2010.b, 2012.a, 2012.b, 2013.), Radošević (2005., 2010.a, 2010.b, 2010.c, 2011. 2012.a, 2012.b i 2013.) i Radošević i Zdunić (2007.).

Pri tome se razlikuju tri razine razmatranja. Prva razina su elementi financijskog sustava koji se ne mijenjaju brzo i koje sudionici na tržištu uzimaju kao osnove (engl. *fundamentals*). Prema empirijskoj literaturi, kvaliteta tih *fundamenata* od velike je važnosti za učinkovitost financijskog sustava i njegov doprinos gospodarskom razvitku i rastu. Druga se razina odnosi na ishode/rezultate financijskih sustava, tj. na to koliko dobro izvršavaju svoje funkcije, odnosno kakve su im performanse. Pri tome su bitne dvije osnovne kategorije: učinkovitost i stabilnost. Treća se razina odnosi na stabilnost i uspjehe ekonomije u cjelini. Pri tome se u obzir uzimaju standardne ekonomske kategorije: ekonomska učinkovitost, ekonomski rast, ekonomska stabilnost i stabilnost cijena. Performanse financijskog sustava pod utjecajem su *fundamenata* iz prve razine (u povezanosti s financijskim razvitkom) i interakcija s trećom razinom, tj. performansama ekonomije u cjelini.

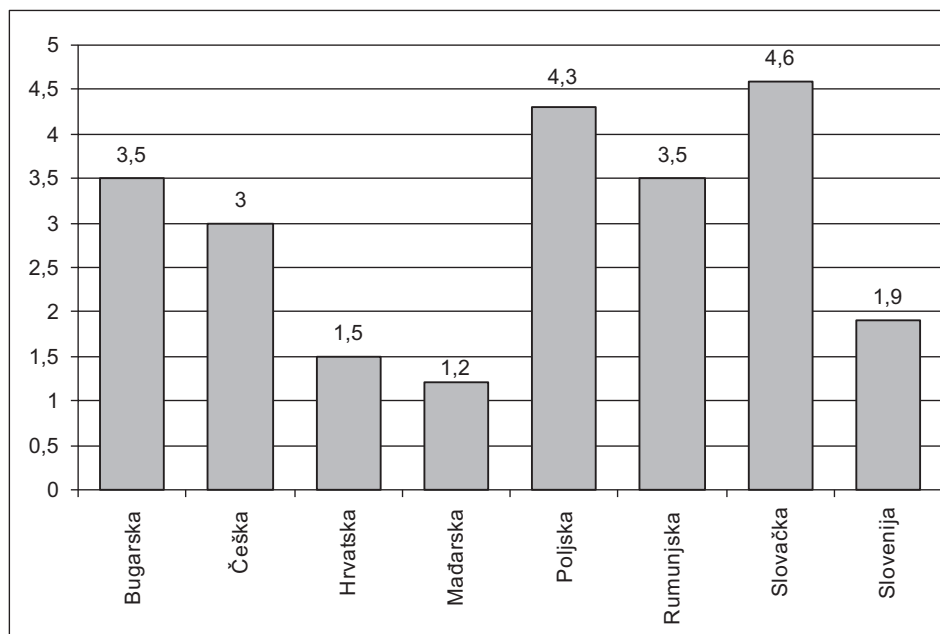
U identificiranju neusklađenosti financijskog i realnog sektora hrvatske ekonomije polazi se od pokazatelja ekonomskog stanja i financijskih rezultata sektora poduzeća i bankovnog sektora, a u istraživanju uzroka makroekonomskih ravnoteža od različitih indikatora monetarnih i realnih kretanja (o tome više u: Krnić, 2012.a i 2013.). Indikatori monetarnih i realnih kretanja razmatraju se u kontekstu obilježja ekonomskog modela i drugih uvjeta u kojima su nastali, i u usporedbi s prosječnim ostvarenjem odabranih, tzv. *novih europskih tržišnih ekonomija*. U obuhvat odabranih ekonomija, uključene su odabrane zemlje srednje i istočne Evrope: Bugarska, Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija.

4. Analiza monetarnih i realnih indikatora u Hrvatskoj

Hrvatska je u razdoblju 1993.-2002. ostvarila ispodprosječnu stopu ekonomskog rasta. S izuzetkom 2003., ostvarila je sporiji rast u usporedbi s prosjekom tih ekonomija i u razdoblju do 2008. U 2009. Hrvatska je u usporedbi s prosjekom zemalja koje smo uzeli za komparaciju ostvarila iznadprosječni pad gospodarskih aktivnosti. U 2010. je ostvarena negativna stopa rasta, a odabrane ekonomije ostvarile su pozitivnu prosječnu stopu rasta. Hrvatska je u 2011. ostvarila nultu stopu, a 2012. ponovo negativnu stopu. Dakle, unatoč visokim stopama rasta BDP-a u razdoblju 1994.-1997., zbog visokih negativnih stopa početkom devedestih godina prošlog stoljeća, u razdoblju 1990.-2000. Hrvatska je ostvarila vrlo nisku prosječnu stopu rasta od tek 0,5%. Zbog pada gospodarskih aktivnosti na početku devedesetih godina i pada u 1999., 2009., 2010. i 2012., prosječna stopa ekonomskog rasta u razdoblju od 1990. do 2012. vrlo je niska.

Slika 1.

PROSJEK GODIŠNJIH STOPA RASTA BDP-A
OD 2003. DO 2012. GODINE



Izvor: Eurostat; DSZ prema: HNB – Standardni prezentacijski format.

Iz slike 1. je vidljivo da je Hrvatska u promatranom razdoblju, nakon Mađarske, ostvarila najnižu prosječnu godišnju stopu rasta.

Neusklađenost financijskog i realnog sektora ekonomije Hrvatske, može se uočiti iz disproporcija u ostvarivanju financijskih rezultata i ekonomskog stanja financijskog i realnog sektora. Naime, promatrajući bankovni sektor u Hrvatskoj kao najznačajniji dio financijskog sektora i uspoređujući financijske rezultate i ekonomsko stanje banaka s rezultatima i stanjem sektora poduzeća za višegodišnje razdoblje, moguće je spoznati dimenzije takvih neusklađenosti. Takva analiza početno je provedena na temelju konsolidiranih neto financijskih rezultata (dobiti/gubitka poslije oporezivanja) i osnovnih bilančnih stavki, tj. imovine, kapitala i obveza u Krnić (2012.a), i u proširenoj verziji u Krnić (2013.). Za poduzeća su uzeti podaci koje objavljuje *Financijska agencija* za poduzetnike (obveznike poreza na dobit) u koje nisu uključene banke, osiguravajuća društva i druge financijske institucije, a za banke podaci koje objavljuje *Hrvatska narodna banka*. Iz podataka u

tablici 1. vidljivo je da su poduzeća u razdoblju od 1993. do 2011. ostvarila konsolidirani neto financijski rezultat u iznosu od 77,2 milijardi kuna, a banke u razdoblju od 1994. do 2011. u iznosu od 36,5 milijardi kuna.

Tablica 1.

**KONSOLIDIRANI FINANCIJSKI REZULTATI* PODUZETNIKA (BEZ
BANAKA I OSIGURANJA) I BANAKA U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU OD
1993. DO 2011. GODINE**

- iznosi u milijunima kuna

Godina	Poduzetnici bez banaka i osiguranja	Banke
1993.	(14.730)	...
1994.	(3.140)	134
1995.	(6.637)	545
1996.	(4.494)	825
1997.	(904)	1.200
1998.	(4.797)	(2.903)
1999.	(8.245)	715
2000.	(838)	1.306
2001.	2.498	894
2002.	10.765	2.075
2003.	7.658	2.507
2004.	9.762	3.037
2005.	16.822	3.248
2006.	20.526	3.395
2007.	24.679	4.067
2008.	16.314	4.613
2009.	2.439	3.440
2010.	2.316	3.451
2011.	7.180	3.909

* Dobit/gubitak poslije oporezivanja. Negativni financijski rezultati prikazani su u zagradama.

Izvor: Zavod za platni promet (2001.), Financijska agencija (2003., 2004., 2005., 2006., 2007., 2008., 2009., 2010., 2011., 2012.), Hrvatska narodna banka (1997., 1998., 1999., 2000., 2001., 2002., 2003., 2004., 2005., 2006., 2007., 2008., 2009., 2010., 2011., 2012.).

Dakle, konsolidirani neto financijski rezultat banaka (bez podataka za 1993. godinu) u promatranom je razdoblju iznosio 47,2% ostvarenog financijskog rezul-

tata poduzeća. To ukazuje na značajnu disproporciju uzmu li se u obzir udjeli bankovnog sektora u ukupnoj ekonomiji po drugim kriterijima, a osobito imajući u vidu omjere osnovnih stavki računa dobiti i gubitka za banke i poduzeća u Hrvatskoj u višegodišnjem razdoblju (o tome više u: Krnić, 2013, str. 103, tablica 3). Poduzeća u Hrvatskoj su ostvarivala negativni financijski rezultat sve do 2000. godine. Bankovni je sektor konsolidirani negativni neto financijski rezultat ostvario samo u 1998. godini. Financijski rezultati sektora poduzeća i bankovnog sektora su nakon 2008., tj. u razdoblju recesije i depresije hrvatske ekonomije, znatnije pogoršani, ali to je pogoršanje znatno izraženije u sektoru poduzeća. Sektorske neravnoteže se potvrđuju i na temelju omjera i stopa promjene osnovnih stavki računa dobiti i gubitka i bilance, povrata na imovinu i povrata na kapital. Koeficijenti korelacije pokazuju relativno slabu pozitivnu vezu između poduzeća i banaka u ostvarivanju stopa promjene ukupnih prihoda, ukupnih rashoda i dobiti poslije oporezivanja. U razdoblju recesije hrvatske ekonomije, ostvarile su se promjene u omjerima bilančnih stavki, odnosno ostvaren je porast omjera imovine i kapitala banaka u odnosu na imovinu i kapital poduzeća. Analize su pokazale smanjenje povrata na imovinu i povrata na kapital u razdoblju recesije i za poduzeća i za banke, ali je smanjenje za poduzeća bitno veće. Prema podacima iznesenim u *Hrvatska udruga banaka* (2011.) za 1999., 2004., 2007., 2008., 2009. i 2010. godinu, bankovni sektor u Hrvatskoj u promatranim je godinama, osim u 2004., ostvarivao povrat na imovinu na razini prosjeka ili iznad prosjeka bankovnih sektora ostalih promatranih zemalja, a povrat na kapital na razini koja je ispod prosjeka tih zemalja. Međutim, na povrat na kapital banaka u Hrvatskoj utjecao je pad ostvarene dobiti posljednjih godina, i dokapitalizacija banaka izvršena prije nego što se utjecaj globalne financijske i gospodarske krize znatnije proširio i na Hrvatsku.

U analizama provedenim u Krnić (2012.a i 2013.) *performanse* hrvatskog gospodarstva ocijenjene su i na temelju usporedbe osnovnih financijskih pokazatelja poslovanja poduzeća (poduzetnika bez banaka i osiguranja) u *predrecijskom* i *recesijskom* razdoblju s ostvarenjima iz 2001., tj. drugom godinom u kojoj je ostvaren gospodarski rast nakon negativne stope u 1999. godini (što je vidljivo iz tablice 2.). Uočeno je značajno pogoršanje većine razmatranih pokazatelja u recesijskom razdoblju. Stupanj samofinanciranja kontinuirano se smanjivao. Udjel kapitala i rezervi na kraju 2011. bio je bitno manji nego 2001. godine. Slično je i sa stupnjem financijske stabilnosti, tj. udjelom kapitala, rezervi i dugoročnih obveza u ukupnoj pasivi. Faktor zaduženosti (izražen brojem godina) izračunan iz odnosa kratkoročnih i dugoročnih obveza prema dobiti nakon oporezivanja i amortizaciji, značajno je povećan. Smanjeni su i koeficijenti obrtaja ukupne imovine, te povećano vrijeme naplate kratkotrajnih potraživanja. Značajno je smanjena rentabilnost prometa, rentabilnost ukupne imovine i rentabilnost vlastitog kapitala.

Tablica 2.

USPOREDBA FINANCIJSKIH POKAZATELJA POSLOVANJA PODUZEĆA
U HRVATSKOJ U RAZDOBLJU OD 2007. DO 2011. S OSTVARENJIMA U
2001. GODINI

	2001.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
A. Pokazatelji financijske stabilnosti, likvidnosti i zaduženosti						
A.1. Stupanj samofinanciranja, u % = (Kapital i rezerve) / (Ukupna pasiva)	55,8	42,9	40,7	39,4	36,5	34,7
A.2. Pokriće dugotrajne imovine stalnim i dugoročnim izvorima, u % = (Kapital i rezerve + Dugoročne obveze) / (Dugotrajna imovina)	103,3	109,1	105,7	103,2	96,5	106,8
A.3. Stupanj financijske stabilnosti, u % = (Kapital i rezerve + Dugoročne obveze) / (Ukupna pasiva)	92,8	68,5	64,3	64,7	63,1	62,0
A.4. Koeficijent ubrzane likvidnosti = (Kratkotrajna imovina – Zalihe) / (Kratkoročne obveze)	0,76	0,87	0,81	0,78	0,76	0,73
A.5. Koeficijent tekuće likvidnosti = Kratkotrajna imovina / (Kratkoročne obveze)	1,04	1,18	1,13	1,08	1,06	1,02
A.6. Faktor zaduženosti (broj godina) = Kratkoročne obveze + Dugoročne obveze / (Dobit nakon oporezivanja + Amortizacija)	6,4	8,0	8,8	10,6	10,4	10,1
B. Pokazatelji obrtaja i dana vezivanja						
B.1. Koeficijent obrtaja ukupne imovine = (Ukupni prihod) / (Kratkotrajna imovina + Dugotrajna imovina)	0,66	0,69	0,70	0,59	0,57	0,58
B.2. Vrijeme naplate kratkotrajnih potraživanja u danima = 360 / [(Ukupni prihod) / (Kratkotrajna potraživanja)]	89	101	89	99	99	101
C. Pokazatelji uspješnosti i profitabilnosti poslovanja						
C.1. Ukupni prihodi prema ukupnim rashodima, u % = (Ukupni prihod) / (Ukupni rashod)	101,5	105,1	103,5	101,6	101,4	102,0
C.2. Rentabilnost prometa, u % = (Konsolidirani financijski rezultat) / (Ukupni prihod)	4,3	3,8	2,4	0,7	0,4	1,1
C.3. Rentabilnost ukupne imovine, u % (Konsolidirani financijski rezultat) / (Ukupna imovina)*	2,8	2,6	1,7	0,4	0,2	0,7
C.4. Rentabilnost vlastitog kapitala, u % = (Konsolidirani financijski rezultat) / (Kapital i rezerve)*	4,9	5,9	4,0	1,0	0,6	1,9

*Povrat na imovinu i povrat na kapital, tj. rentabilnost ukupne imovine i rentabilnost vlastitog kapitala izračunani prema stanju imovine i stanju kapitala i rezervi na dan 31.12.

Izvor: Financijska agencija (2003., 2004., 2005., 2006., 2007., 2008., 2009., 2010., 2011., 2012.) i vlastiti izračun. Tablica je preuzeta iz Krnić (2013.).

Slabe *performanse* hrvatskog gospodarstva vidljive i iz pokazatelja o djelomično nadoknadivim i potpuno nenadoknadivim kreditima banaka i o provedenim ispravkama vrijednosti (o tome više npr. u Hrvatska narodna banka, 2012.). Izvršene rezervacije u bankovnom sektoru vjerojatno ne odražavaju ukupne potencijalne rizike koji se mogu materijalizirati u budućnosti zbog predugog trajanja recesijskih kretanja. U tom kontekstu treba imati u vidu da i Međunarodni monetarni fond u izvješću o stabilnosti austrijskog financijskog sektora upozorava na izloženost austrijskih banaka u regiji srednje i jugoistočne Europe i na mogućnost da bi rezervacije za nenaplative plasmane u nekim zemljama mogle biti nedostatne. U tom kontekstu se u izvješću navode Češka, Rumunjska, Mađarska, Hrvatska i Slovenija (IMF, 2013.). Inače, na dioničare iz Austrije odnosi se oko 60% ukupne imovine bankovnog sektora u Hrvatskoj (Godišnje izvješće HNB-a, 2012.).

5. Makroekonomske neravnoteže

Tijekom protekla dva desetljeća u Hrvatskoj su stvorene značajne makroekonomske neravnoteže u ekonomiji³. Sadašnja gospodarska struktura i razina gospodarskih aktivnosti ne osigurava održivost rasta nacionalne ekonomije. U odnosu na 2008. bruto domaći proizvod (BDP) sa zaključno 2012. godinom kumulativno je manji za 11,2%. Ekonomija je ovisna o agregatnoj potražnji financiranoj zaduživanjem. Investicije koje bi pokrenule gospodarski rast blokirane su zbog ukupnog makroekonomskog stanja, nepovoljnog za investicije. Tako su investicije u fiksni kapital u protekle četiri godine smanjene za trećinu. Budući da je u dugom razdoblju podržavana uvozna usmjerenost gospodarstva, ostvarivan je negativni saldo na tekućem računu bilance plaćanja. Tek je 2012. zbog pada uvoza u uvjetima recesijske kontrakcije ostvaren pozitivan saldo. Neravnoteža u bilanci tekućih transakcija kompenzirana je neravnotežom u bilanci kapitalnih transakcija sa suprotnim predznakom. Tako je ostvaren porast inozemnog duga od 65,7% u 2003. na 102,3% BDP-a u 2012. godini. Uz vanjsku ostvaruje se i unutarnja neravnoteža. Ukupni fiskalni saldo proračuna konsolidirane opće države stalno je negativan (u 2012. na razini je od 4% BDP-a, tj. iznad optimalne razine od 3% BDP-a) što utječe na ubrzani porast javnog duga. Iako je javni dug opće države (bez izdanih

³ Makroekonomske neravnoteže pažljivo se prate od strane Evropske komisije (EK), te se, na osnovi specifične metodologije EK i EUROSTAT-a, vrlo egzaktno kvantificiraju pokazatelji makroekonomskih neravnoteža u ekonomijama svake članice Evropske unije. To predstavlja temelj za pokretanje „procedure za otklanjanja makroekonomskih neravnoteža“ u okviru tzv. Evropskog semestra (opširnije vidjeti u: European Commission, 2013., posebice u Statističkom aneksu Izvještaja EK, gdje se nalaze kvantitativni pokazatelji koji ukazuju i na duboke makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj, dok je metodologija za utvrđivanje i nadzor makroekonomskih neravnoteža svake članice Evropske unije, vrlo detaljno razrađena u: Declan and Fischer, 2012.).

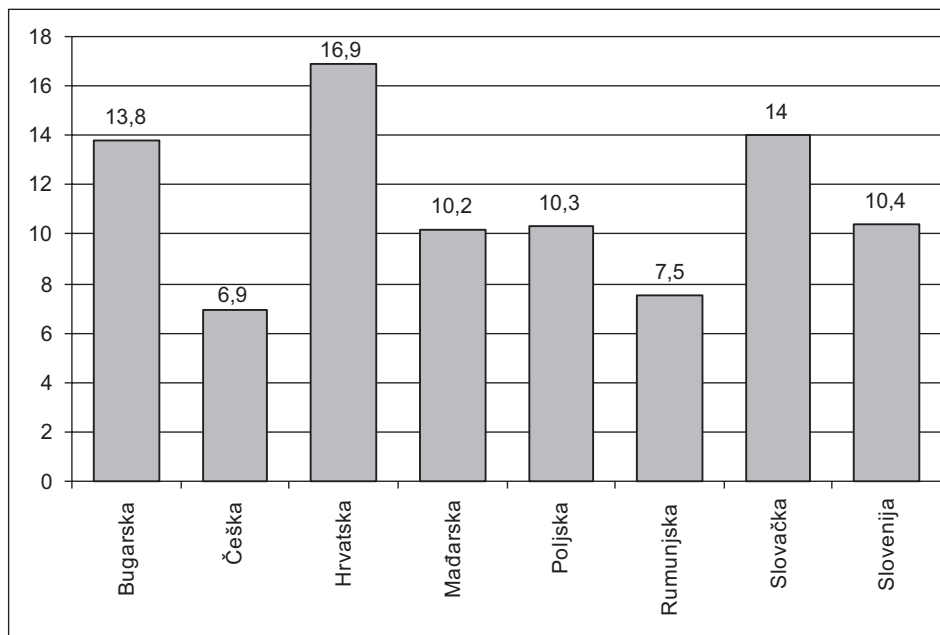
jamstava) još uvijek ispod 60% BDP-a (tj. kriterija iz Maastrichta), dinamika njegova rasta u posljednje četiri godine predstavlja značajan izvor rizika.

Sektorske promjene u hrvatskom gospodarstvu i nezaposleni resursi. Pad konkurentnosti hrvatskog gospodarstva u više područja, stvorio je takve strukturne promjene koje stvaraju neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji, primarno preveliki udjel sektora usluga u odnosu na proizvodni sektor hrvatske privrede (najviše, zbog dezindustrijalizacije Hrvatske).

Agregatna potražnja i investicije: financiranje zaduživanjem. U Hrvatskoj su u višegodišnjem razdoblju investicije bile veće od štednje, pa se razlika pokrivala iz povećanja vanjske zaduženosti. Agregatna potražnja koja je poticana i podržavana inozemnim zaduživanjem bitno je odredila kretanja u hrvatskoj ekonomiji u dugom razdoblju. Kreditnim politikama banaka značajno je podržavano financiranje osobne potrošnje. U recesijskim uvjetima, međutim, ta se komponenta potražnje sma-

Slika 2.

STOPE ANKETNE NEZAPOSLENOSTI U 2013. GODINI



* Stopa anketne nezaposlenosti za kolovoz 2013., osim za Mađarsku srpanj 2013. Stopa anketne nezaposlenosti odnosi se na osobe u dobi 15 – 74.

Izvor: Eurostat.

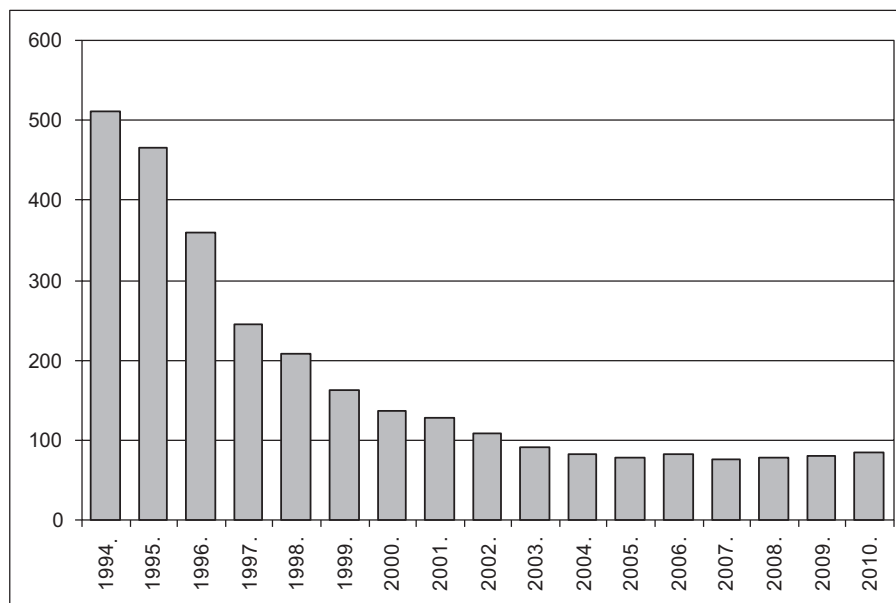
njuje i tako nestaje doprinos jednog od najznačajnijih izvora gospodarskog rasta iz ranijeg razdoblja. Uz politiku precijenjene kune, stvorena je uvozna umjesto izvozne orijentacije gospodarstva koja je rezultirala vanjskom neravnotežom.

Visoka stopa nezaposlenosti i niska stopa zaposlenosti. Hrvatska ima jedan od najmanjih *radnih kontingenata* u Europi, a istodobno pripada zemljama koje imaju najveću stopu nezaposlenosti (slika 2.). Na smanjenje zaposlenosti od početka 2009. najviše je utjecao pad zaposlenosti u industriji i građevinarstvu. Izostalo je utvrđivanje, donošenje i provođenje suvremene industrijske politike kao osnove za povećanje zaposlenosti.

Neravnoteža u alokaciji bankovnih kredita. Različita institucionalna i druga ograničenja pridonijela su kumuliranju znatnih rizika u poslovanju sa sektorom poduzeća, pa su banke u dugom razdoblju bile orijentirane na jače kreditiranje sektora stanovništva (slika 3.). Ekonomska znanost je dugo upozoravala na navedeni problem i potrebu intenzivnijeg rasta kredita poduzećima što bi ubrzalo rast BDP-a (npr. Jurman, 2009.). Međutim, ostvaren je dominantan udio kredita sektoru stanovništva i stvorena je suboptimalna alokacija kredita banaka.

Slika 3.

OMJERI KREDITA PODUZEĆIMA I KREDITA STANOVNIŠTVU U % U RAZDOBLJU OD 1994. DO 2010. GODINE



Izvor: Prikaz prema podacima: Bilten HNB-a, razni brojevi.

Iako je posljednjih godina promijenjena struktura alokacije kredita tako da krediti poduzećima rastu po većoj stopi od kredita stanovništvu, ubrzani rast izražen je u sektoru velikih javnih poduzeća, koja su se tim kreditima najviše koristila za inozemno razduživanje. Krediti stanovništvu realno se smanjuju, odnosno sektor stanovništva također se *razdužuje*, što djeluje na domaću potrošnju, koja daje najveći doprinos rast BDP-a.

Neravnoteže u valutnoj izloženosti svih sektora nacionalne ekonomije. Valutna struktura primljenih depozita i odobrenih kredita bankovnog sektora pokazuje vrlo visoku *euroiziranost* hrvatske ekonomije, dok je domaća valuta svedena uglavnom na transakcijsko sredstvo. Pri tome je stvorena neravnoteža u stvarnoj valutnoj izloženosti pojedinih sektora, koja ne proizlazi samo iz deviznih kredita ili depozita, već i iz kunskih kredita i depozita uz valutnu klauzulu. Poduzeća koja nisu izvoznici, a i ona koja nisu *neto* izvoznici, te stanovništvo koje ostvaruje samo primitke u kunama i nema mogućnosti kompenziranja negativnih učinaka promjene tečaja, imaju znatnu izloženost valutnom riziku. Tako valutna struktura i izloženost valutnom riziku korporacijskog sektora i stanovništva, te sektora države povećavaju tzv. „ranjivosti“ i nestabilnost hrvatskog financijskog sektora ekonomije (primjerice, vidjeti o osnovnim indikatorima makroekonomske nestabilnosti Hrvatske, u: EBRD, 2013.).

Neravnoteža u kamatnim stopama na domaćem i inozemnom tržištu. Porast kamatnih stopa na bankovne kredite bitno utječe na sve ostale, nebankovne sektore. Na početku provođenja antiinflacijskog programa iz 1993. razina kamatnih stopa na bankovne kredite bila je vrlo visoka. Pad na jednoznačenkastu razinu za najveću skupinu kredita (kunski krediti s valutnom klauzulom) ostvaren je tek 2001. godine. Međutim, i nakon toga, kamatne stope se nisu spustile na razinu koja bi po toj osnovi pridonosila konkurentnosti hrvatskih poduzeća na globalnom tržištu. Unatoč činjenici da su kamatne stope na bankovne kredite u Hrvatskoj smanjene u usporedbi s razinom iz devedesetih godina, zbog kontinuirane prisutnosti visokih rizika u realnom sektoru, njihova visina je još uvijek iznad prosjeka za *eurozonu*. Bankovne kamatne stope na kredite u Hrvatskoj previsoke su najvećim dijelom zbog premije rizika koja odražava ukupnu gospodarsku situaciju, te kao posljedica monetarne politike usmjerene isključivo na stabilnost cijena. Procjenjuje se da bi uz prudencijalnu i monetarnu politiku (koje su dale određeni doprinos), smanjenju premije rizika najviše mogla pridonijeti fiskalna prilagodba i znatno viša razina financijske i tržišne discipline.

Neravnoteža u sektorskoj likvidnosti: likvidni bankovni sektor i neliikvidni realni sektor ekonomije. Neliikvidnost realnog sektora jedan je od problema koji je u znatnom dijelu poststabilizacijskog razdoblja obilježio hrvatsku ekonomiju. U vrlo dugom se razdoblju izražavala neravnoteža istodobnog egzistiranja likvidnog bankovnog i neliikvidnog realnog sektora. Osim u razdoblju 2000.-

2005., nepodmireni nalozi za plaćanje kontinuirano su bili u porastu. Njihov je iznos na kraju 2010. bio dvostruko veći nego 1998. godine i 11% iznad iznosa u 1999., kada je nelikvidnost bila na najvišoj razini.

Razina neto obrtnog kapitala poduzetnika Hrvatske (iz privrede, bez banaka i osiguranja) u razdoblju od početka provođenja stabilizacijskog programa do 2001. bila je vrlo niska. Od 2002. do zaključno 2007. ostvarivao se rast, a od 2008. neto obrtni kapital je ponovo u padu. Na kraju 2010. bio je tek 38% iznad neto obrtnog kapitala na kraju 1994., dok je bilančna aktiva u razdoblju od 1994. do 2010. povećana za 266%.

Problemi salda proračuna konsolidirane opće države i javnog duga.

Udjel negativnog salda konsolidiranog proračuna opće države u BDP-u u Hrvatskoj u razdoblju 2003.-2007. bio je visok, u 2008. na razini prosjeka, a u 2009. i 2010. ispod prosjeka skupine zemalja koje uspoređujemo. Za ilustraciju, negativne fiskalne bilance u BDP-u, prema podacima za 2010., imale su: SAD -10,6%, EU -6,6%, Njemačka -4,3%, Italija -4,6%, Portugal -9,8%, Irska -31,3%, Grčka -10,6%, Španjolska -9,3% (*Financijska stabilnost* 8/2012, tablica 2, str.12.).

Usporedbom javnog duga Hrvatske sa zemljama *eurozone* i EU-28 dobiva se dojam da razina javnog duga Hrvatske još nije prevelika, ali se očekuje da će premašiti optimalnu razinu od 60 % već u 2014. godini. Ubrzani rast javnog duga opće države u Hrvatskoj osnovni je izvor rizika. Veličina i struktura javnog duga utječu na visinu troškova kamata za njegovo servisiranje, ali se također izravno odražavaju na likvidnost gospodarstva, investicijske aktivnosti i dinamiku gospodarskih kretanja.

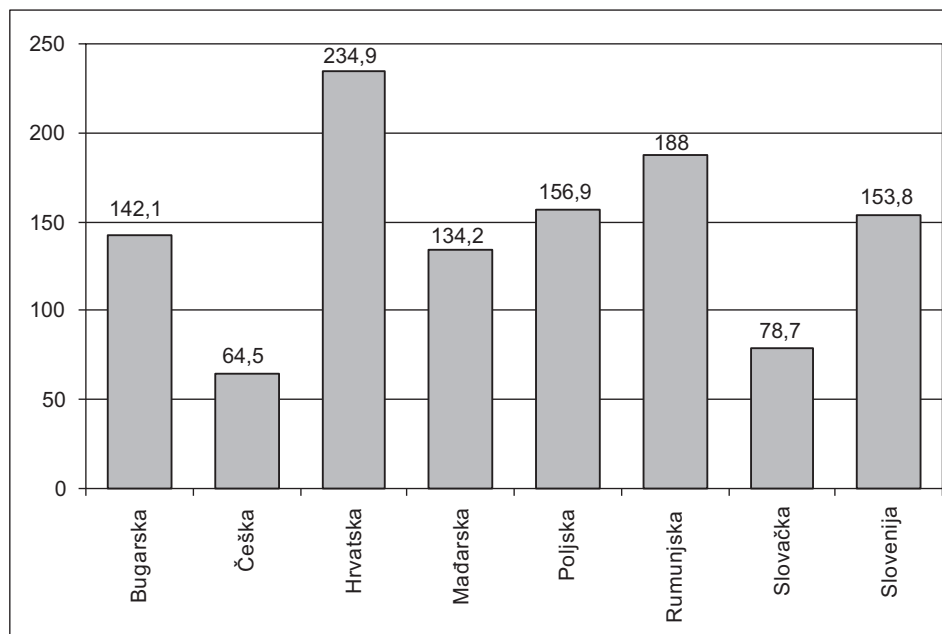
Neravnoteža platne bilance i inozemni dug. Hrvatska je u dugom razdoblju kontinuirano ostvarivala negativni saldo tekućeg računa bilance plaćanja. Tek se od 2009. deficit počeo smanjivati pri kontrakciji gospodarskih aktivnosti. Empirijske su analize potvrdile da srednjoročne vanjske neravnoteže ne bi smjele biti veće od 3% BDP-a, odnosno da bi deficit tekućeg računa bilance plaćanja mogao tu razinu premašiti samo na kratki rok. Dugotrajna neravnoteža u bilanci plaćanja, s visokim deficitom na tekućem računu, rezultira prekomjernim vanjskim zaduženjem koje ugrožava njezinu vanjsku likvidnost. Deficit tekućeg dijela bilance plaćanja posljedično je uzrokovao ekspanzivan rast inozemnog zaduživanja u Hrvatskoj. Rast deficita na tekućem računu bilance plaćanja omogućio je državi ostvarivanje većih poreznih prihoda, odnosno postoji značajna veza između deficita na tekućem računu i deficita državnog proračuna, tj. deficit na tekućem računu smanjuje deficit proračuna. S obzirom na dinamiku povećanja vanjske zaduženosti i na udjel inozemnog duga u BDP-u, u domaćoj se ekonomskoj literaturi često upozoravalo na neodrživost izraženih tendencija (vidjeti npr. Gligorov i Vidović (2004.), Radošević (2005.), Babić (2006.), HNB (2006.), Radošević i Zdunić (2007.) i Santini (2007.)). Mjere koje su poduzimane nisu riješile problem, već su

samo djelovale na usporavanje dinamike rasta i promjenu strukture inozemnog zaduživanja. Izostalo je djelovanje u smjeru povećanja učinkovitosti korištenja sredstava inozemnih kredita i smanjivanja stupnja valutne neusklađenosti. Kredite su koristili dužnici iz *non-tradable* sektora zbog čega su banke izložene neizravnim kreditnim rizicima (Radošević, 2010.a).

U ocjeni vanjske zaduženosti Hrvatske, odnosno u procjeni ranjivosti na dužničku krizu, iskazana visina duga mora se promatrati u kontekstu svih posebnosti hrvatske ekonomije i činjenice da su takve krize moguće i pri znatno nižoj razini vanjskog duga. U Reinhart i Rogoff (2009.) se naglašava da se zemlje razlikuju po stupnju ranjivosti zbog zaduživanja, tj. da se mnoge zemlje u razvoju suočavaju s lošim podnošenjem zaduženosti (engl. debt intolerance) i na onim razinama koje bi po standardima razvijenih zemalja morale biti sasvim podnošljive. Polazeći od koncepta debt intolerance, iznesenog u Reinhart et al. (2003.), kao kritična gornja granica vanjske zaduženosti za ekonomije u razvoju uzima se razina vanjskog

Slika 4.

OMJERI INOZEMNOG DUGA I IZVOZA
ROBA I USLUGA U 2012. GODINI U %



Izvori: Eurostat; HNB; web stranice središnjih banaka, prema: HNB – Standardni prezentacijski format.

duga prema BDP-u od 50%, a Hrvatska je tu granicu prekoračila već 2000. godine (Radošević, 2010.a). Od 2000. godine, kada je prvi puta prekoračena orijentacijska kritična točka inozemnog zaduživanja do kraja 2011., udio države u ukupnom dugu se bitno smanjio, a udio banaka, ostalih domaćih sektora i izravnih ulaganja se povećao. Visina i dinamika povećanja vanjske zaduženosti, povezana s kontinuiranim negativnim saldom tekućeg računa bilance plaćanja, ukazuje na neodrživost ekonomskog modela. Hrvatska u usporedbi sa zemaljama iz užeg obuhvata prema kriteriju inozemni dug/izvoz robe i usluga ima najslabiju poziciju (slika 4.).

Nužan je novi model razvoja, utemeljen na rastu izvoza roba i usluga, smanjivanju deficita tekućeg dijela bilance plaćanja, kontroli rasta inozemne zaduženosti, uz povećanje učinkovitosti korištenja vanjskih kredita, smanjivanje valutne neusklađenosti financijskog sustava, te promjenu strukture financiranja deficita tekućeg računa bilance plaćanja.

Otklanjanje navedenih makroekonomskih neravnoteža nije moguće bez novog pristupa srednjoročnoj politici razvoja Hrvatske, u razdoblju 2014. – 2020. godine.

6. Monetarna politika i makroekonomske neravnoteže

Istraživanje uzroka i dinamike financijske/ekonomske krize u Hrvatskoj, koja se manifestira u fundamentalnim makroekonomskim neravnotežama, u fokusu je ovog istraživanja. To bi moglo pridonijeti identificiranju opcija za kontra-cikličke makroekonomske strategije.

Nakon početka globalne financijske krize objavljene su brojne analize i studije o njezinim uzrocima i započeo je proces preispitivanja teorije makroekonomske politike i ekonomske teorije općenito. Iako rasprave još traju, očito je da se stvara novi stručni konsenzus (rasprava o odnosu monetarne teorije i monetarne politike u zadnjih pedeset godina može se vidjeti npr. u: White, 2013.). Okvir ovog istraživanja oslanja se upravo na modernu teoriju novca, odnosno na teoriju da se financijski sustav ne ponaša po zakonima *hipoteze učinkovitog tržišta* (ovdje se iznosi sintetizirana elaboracija prema: Radošević, 2011.). Naime, polazi se od teze o *inherentnoj nestabilnosti financijskog tržišta*, koju je razradio Hyman Minsky, i od drugih teoretskih doprinosa iz monetarne ekonomike, koji se skupno nazivaju *moderna teorija novca*. *Inherentna nestabilnost financijskog sustava* traži od središnjih banaka da upravljaju procesom stvaranja kredita, i da aktivno djeluju u smjeru neutralizacije dugovno-deflatornog ciklusa. To je iz razloga što se financijski sustav u stvarnosti ne ponaša prema *hipotezi učinkovitog tržišta*. *Hipoteza učinkovitog tržišta* ne ostavlja prostor za *mjehure* ili *ispuhivanje* cijena imovine nego polazi

od toga da su cijene imovine uvijek i svugdje na razini *pravilne cijene*, a svako kretanje cijena imovine je posljedica vanjskih šokova. Dakle, sva prekomjerna volatilitnost cijena prema *hipotezi učinkovitog tržišta* odražava tržišne reakcije na promjene odrednica i tijeka informacija tržišnih agenata. Ideja *hipoteze učinkovitog tržišta* bila je u osnovi politika središnjih banaka, koje nisu pokušavale *probušiti mjehure* cijene imovina ili spriječiti njihov nastanak. Nakon globalne krize 2008., stvoren je stručni konsenzus monetarnih ekonomista i središnjih bankara da središnje banke svojim mjerama ne smiju dopustiti nastanak *mjehura* cijena imovine, jer su cijene imovine koje su izuzetno brzo rasle smatrane realnim tržišnim cijenama (o drugoj konzekvenci *hipoteze učinkovitog tržišta*, tj. da se ona može koristiti za utvrđivanje načina na koji se cijene imovine kreću, što dopušta izračunavanje ukupne distribucije vjerojatnosti potencijalnih budućih prinosa i problemom koji nastaje u vezi s tim, vidjeti više u Radošević, 2011.). Dakle, ključna se razlika između *hipoteze učinkovitog tržišta* i *hipoteze inherentne financijske nestabilnosti* svodi na pitanje što pokreće cijene na financijskom tržištu? Prema prvoj teoriji, cijene se formiraju pod utjecajem temeljnih ekonomskih uvjeta i uvijek su u stanju ravnoteže, ostaju stabilne, i to sve dok se ne promijene pod utjecajem neočekivanih vanjskih šokova. Naglasak je na vanjskoj prirodi sile koja pokreće financijska tržišta i ona su prema ovoj teoriji inherentno stabilna. Prema drugoj, tj. Minskyjevoj teoriji, financijska tržišta mogu stvarati unutarnje sile, stvarajući razdoblja kreditne ekspanzije i inflacije cijena imovine, nakon čega slijede valovi kontrakcije i deflacije cijena imovine. Posljedice su da se financijska tržišta ne optimiziraju automatski, da nisu stabilna, već su inherentno nestabilna, i da ne vode optimalnoj alokaciji resursa. Minskyjeva teorija bavi se problemom identificiranja destabilizirajućih sila inherentnih financijskim tržištima, sila koje nastaju u bankovnom sustavu i šire u procesu stvaranja kredita. Prema školi Keynes/Minsky tržišta nisu temeljno stabilna i nisu automatski optimizirajuća, pa zahtijevaju nadzor i upravljanje. Pored toga, postoji i problem *dvosmjerne uzročnosti* između financijskih tržišta i temeljnih makroekonomskih indikatora. Ukratko, naglašena je uloga države u tom upravljanju preko državnih rashoda i fiskalnih mjera. Središnje banke treba gledati iz slične perspektive kao i fiskalne mjere, jer središnje banke moraju biti u funkciji stabiliziranja nestabilnog gospodarstva. Ukratko, financijska tržišta su neučinkovita, dok ih središnje banke čine učinkovitijim. Unatoč tim teorijskim nalazima, danas još uvijek postoji široko rasprostranjena pogrešna teorija kreditnog ciklusa, odnosno koncepcija da stvaranje kredita uzrokuje inflaciju. Kreditni proces je, međutim, znatno suptilniji. Naime, kada se odobri kredit, stvoren je inflacijski impuls. Nasuprot tome, kada je kredit otplaćen stvara se deflacijski impuls. Ako se inflacijski impulsi poništavaju deflacijskim, proces kreiranja kredita zadržat će stabilne cijene. Međutim, ako stvaranje kredita ili njegovo poništavanje postane u nekoj točki dominantno, neusklađeno u vremenu, onda se stvara privremena, *tranzitorna inflacija*, odnosno *deflacija*. Stoga se kreditna kriza i deflacij-

ski pritisak na cijene nekretnina danas mogu razumjeti kao neposredan rezultat pretjeranog stvaranja kredita u prethodnim razdobljima. Osim procesa kreiranja kredita, moderna shvaćanja uloge središnje banke ogledaju se i u tome da središnje banke moraju upravljati potražnjom. Podupiranje potražnje znači snižavanje kamatnih stopa tako da se potakne novo uzimanje kredita. Konsenzus monetarnih stručnjaka nastao je na osnovi prepoznavanja nastanka *mjeheura* cijena imovine, jer rasprskavanje *mjeheura* dovodi do financijske krize i kreditne kontrakcije, te dugovno-deflatorne krize. Uzroci hrvatske ekonomske krize nalaze se upravo u tome što je bila vođena prociklička ekonomska politika (fiskalna i monetarna), koja je omogućila kreditnu ekspanziju banaka u razdoblju 2000. – 2008., na osnovi inozemnog zaduživanja, te stvaranje *balona*, koji je puknuo i doveo do dugovno-deflatorne krize. Već dulje vrijeme u ekonomskoj literaturi postoji *pravilo* da rast domaćih kredita ne smije premašiti ekonomski rast neke zemlje, izražen rastom BDP-a, i to iznad koeficijenta 2:1. Ipak, možda je ključna spoznaja da nepravilna priroda ciklusa uzleta i padova, koju predviđa *hipoteza financijske nestabilnosti*, dovodi u pitanje oslanjanje kreatora makroekonomske politike na predvidivo ponašanje tržišnih agenata u skladu s teorijom hipoteze učinkovitosti tržišta. Naime, nameće se zaključak da ekonomska politika, u stvari, predstavlja upravljanje s neizvjesnošću.

Povezanost monetarne politike i nastalih makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj valja razmatrati upravo u kontekstu navedenih novih ekonomskih i monetarnih teorija. Analitičke podloge za višegodišnje razdoblje (vidjeti u: Krnić, 2012.a) ukazuju na pojedina razdoblja koja zahtijevaju dodatna istraživanja. Naime, poznato je da se ponuda realnog novca do listopada 1993. godine, tj. do provođenja stabilizacijskog programa smanjivala. Nakon zaustavljanja inflacije ostvareno je njezino povećanje. Unatoč tome potražnja poduzeća i banaka za novcem nije ni približno bila zadovoljena, pa se, uz rastuću nelikvidnost, sve više izražavao i problem visokih kamatnih stopa na posuđena sredstva. Postavlja se pitanje je li *remonetizacija* nakon zaustavljanja inflacije obavljena do razine kojom bi se kompenziralo ranije (u uvjetima inflacije) praznjenje financijskih kanala. Međutim, provođenje *remonetizacije* sastavni je dio monetarne politike. Najvjerojatnije je provedena do razine koja u tadašnjim okolnostima nije ugrožavala ostvarivanje stabilizacijskog cilja, a to je - stabilnost domaće valute.

Drugo razdoblje koje također zaslužuje dodatno istraživanje jest razdoblje prijelaza iz faze gospodarskog rasta u recesiju. Na kraju 2008. u usporedbi s krajem 2007. ostvaren je pad primarnog novca i novčane mase. To se podudara s nelikvidnošću u realnom sektoru koja je na kraju 2009., prema podacima o dospjelim prijavljenim nalogima za plaćanje – pravne osobe, bila za 52,6% veća nego u 2008. godini. Tako mjerena nelikvidnost, pri još većoj stopi smanjenja novčane mase u 2009. (od 14,6%), narasla je za daljnjih 34,4%. Iako je nelikvidnost posljedica djelovanja više čimbenika, navedeni nalazi pokazuju da je potrebno i obuhvatnije

istraživanje utjecaja monetarne politike. U tom kontekstu treba npr. promatrati i razdoblje 1998.-1999. u uvjetima tadašnje bankovne krize. To razdoblje je obilježio nizak udio M1 u BDP-u i visoki udio gotovog novca izvan banaka u M0. Nadalje, dokazano je da su bankovni krediti imali vrlo važnu ulogu u ostvarenju gospodarskog rasta i nakon 2000. godine, i da je rast BDP-a jače povezan s ponudom kredita, nego s novčanom masom.

Inflacijska očekivanja vezana uz kretanje tečaja domaće valute i visok stupanj neformalne *euroizacije* bitno su odredili monetarnu politiku u Hrvatskoj. Instrumentima monetarne politike, kao što su *devizne intervencije i stopa obvezne pričuve*, održavala se stabilnost tečaja u relativno uskom rasponu, što je rezultiralo relativno fiksnim tečajem kune i niskim stopama inflacije. Tako stvorena likvidnost pokazala se beskorisnom jer je neutralizirana zbog njezinog mogućeg negativnog utjecaja na cijene.

Monetarnu politiku treba početi promatrati zajedno s različitim čimbenicima koji mogu biti potencijalni izravni ili neizravni uzroci stvaranja makroekonomskih neravnoteža. Primjerice, monetarnu politiku valja promatrati i u kontekstu nedostatnog provođenja nužnih makroekonomskih i mikroekonomskih reformi radi osposobljavanja poduzeća za profitabilno poslovanje te u povezanosti s korištenjem povećanja novčane mase u kreditne plasmane nesaniranim i nerestrukturiranim poduzećima. Isto tako i u povezanosti s visokim rizikom plasiranja sredstava i visokim aktivnim kamatnim stopama banaka u višegodišnjem razdoblju. Povećanja novčane mase, kada su se i ostvarivala, u uvjetima alokacijskog problema - znatno bržeg rasta kredita stanovništvu, nije pridonosilo održivom gospodarskom rastu. U razdobljima izraženog nedostatka bankovnih kredita, a u uvjetima znatne financijske nediscipline, poduzeća su potražnju za kreditima nadoknađivala u znatnoj mjeri neplaćanjem dospjelih obveza. U povezanosti s povećanjem nelikvidnosti stvarale su se i održavale visoke aktivne kamatne stope banaka. U uvjetima nelikvidnosti i visokih kamatnih stopa ostvarivani su i veliki gubici u poslovanju poduzeća. S druge strane, precijenjeni tečaj kune (u sklopu fiksnog tečajnog režima) podržavao je uvozu orijentaciju. Zbog toga, ali i drugih ograničenja, ostvarivan je vanjskotrgovinski deficit i deficit na tekućem računu bilance plaćanja. Prirast inozemnih kredita uz tekuće transfere, a zatim priljevi iz privatizacije i inozemnog turizma, omogućavali su rast međunarodnih pričuva centralne banke, pa po toj osnovi i rast primarnog novca, a nadalje i rast novčane mase. Monetarna je politika u znatnoj mjeri ovisila o tim *autonomnim procesima* i na njih je središnja banka reagirala primarno sa stajališta stabiliziranja tečaja kune⁴. Ukratko, monetarna po-

⁴ U Hrvatskoj se vode rasprave o tome koji je tečajni režim optimalan za ekonomski rast, dok se visoki stupanj euroizacije koristi kao argument da centralna banka nema dovoljno manevarskog prostora za fleksibilniju tečajnu i monetarnu politiku. Korištenje fiksnog tečaja kune prema euru (radi se o režimu implicitnog određivanja središnjeg pariteta tečaja kune prema euru, uz ne-

litika centralne banke bila je pro-ciklička, te nije pozitivno djelovala na poticanje proizvodnje, izvoza i novog zapošljavanja.

7. Ostali uzroci makroekonomske nestabilnosti hrvatskog gospodarstva

Nastajanje makroekonomskih neravnoteža treba, osim u povezanosti s monetarnom politikom, razmatrati i sa stajališta utjecaja drugih uzroka na stabilnost gospodarstva Hrvatske, tj. tržišne i financijske discipline i upravljanja rizicima, funkcioniranja financijskih institucija i tržišta, te konkurencije u bankovnom sektoru.

Tržišna i financijska disciplina i upravljanje rizicima i makroekonomske neravnoteže. Tržišna i financijska nedisciplina i neučinkovito upravljanje rizicima u znatnom su dijelu u Hrvatskoj naslijeđeni iz *predtranzicijskog razdoblja*. Meka proračunska ograničenja i financijska nedisciplina bili su bitno ograničenje funkcioniranja hrvatske ekonomije u protekla dva desetljeća. Istraživanja izloženosti financijskim rizicima (valutni, kamatni, cjenovni i rizik likvidnosti) i upravljanja tim rizicima u sektoru poduzeća u Hrvatskoj su vrlo rijetka. U jednom od rijetkih takvih istraživanja (Sučić et al., 2011.) objavljeni su rezultati upravljanja financijskim rizicima anketnim upitnikom na uzorku 200 velikih hrvatskih poduzeća. Istraživanjem je utvrđena značajna izloženost hrvatskih poduzeća financijskim rizicima. Anketno ispitivanje je pokazalo da se većina hrvatskih poduzeća koristi jednostavnim instrumentima upravljanja rizicima, kao što je usklađivanje strukture imovine i obveza, a korištenje izvedenica ograničeno je na *unaprijednice* i *zamjene*, dok se *ročnice*, *opcije* ili *složene izvedenice* vrlo rijetko ili uopće ne koriste. Pored toga, rizik države bitno određuje uvjete u kojima funkcionira financijski i realni sektor hrvatske ekonomije. Kreditni rejting države određuje i najviši mogući kreditni rejting poduzeća i tako određuje i njihove troškove zaduživanja. Čimbenici koji određuju premiju za rizik zemlje utječu i na trošak zaduživanja poduzeća. Fiskalna ekspanzija ili odgođena fiskalna prilagodba negativno utječu na ekonomiju tako što povećavaju premije rizika u prinosima državnih obveznica, što dalje utječe i na kamatne stope na kredite.

formalno određene vrlo uske margine dozvoljenog fluktuiranja od centralnog pariteta) smatra se glavnim instrumentom politike niske inflacije, odnosno devizni tečaj koristi se kao nominalno sidro za dezinflaciju u Hrvatskoj. Međutim, uslijed dugovno – deflatorne recesije, došlo je do ubrzane dezinflacije, pa su krajem 2012. godine snažno ojačani deflacijski pritisci, a izostala je refacijska monetarna politika uz veći stupanj fleksibilnosti tečajnog režima (ozbiljne empiričke analize, pokazale su da su ekonomije sa fleksibilnim tečajnim režimima bolje prevladale globalnu krizu, vidjeti u: Gagnon, 2013.). Zbog toga je deflacijska kriza u Hrvatskoj produljena, jer su izostale kontra-cikličke makroekonomske politike, prije svega, anti-deflacijska (reflacijska) monetarna politika centralne banke.

Financijske institucije i tržišta i makroekonomske neravnoteže. Hrvatski financijski sustav je prema svojoj strukturi *bankocentričan*. Hrvatska je prema tržišnoj kapitalizaciji dionica u odnosu na BDP u 2008. godini približno na razini omjera u Europskoj uniji. Kretanja na financijskom tržištu u Hrvatskoj, prema pokazateljima iznesenim u MMF (2011.), ukazuju da su razlike prinosa na euroobveznice na osnovi indeksa EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) i dalje vrlo visoke, rizici neuredne otplate su porasli u odnosu na rizike u usporedivim zemljama, a tržište dionica se ne oporavlja kao druga tržišta u regiji. U funkcioniranju financijskih tržišta u Hrvatskoj postoje različita ograničenja (o tome vidjeti u: MMF, 2008.).

U Hrvatskoj je izražena sklonost poduzeća bankovno-kreditnom zaduživanju, a znatno manje prikupljanju dioničkog kapitala emisijama dionica. Stoga posebnu važnost ima kreditno-depozitno tržište i na njemu kreditna aktivnost banaka. Bankovni je sektor bio pretežni segment financijskog posredovanja. Tržište kapitala i tržište novca su po vrsti i broju sudionika, kao i po obuhvatu financijskih instrumenata koji su se na njima pojavljivali, dugo bili ispod uobičajenih na razvijenim tržištima (o ulozi financijskih tržišta više u Prohaska, 2003.). Temeljna su obilježja tržišta novca u dugom razdoblju bila – bitno veća potražnja od ponude i visoke kamatne stope. U razdobljima kada to i nije bilo tako, niske kamatne stope na tržištu novca nisu imale znatnijeg utjecaja na kamatne stope na kredite banaka, tj. transmisijski mehanizam u tom smislu nije funkcionirao.

Koncentracija i konkurencija u bankovnom sektoru. Konkurencija u bankovnom sektoru mogla bi pridonijeti smanjenju kamatnih stopa i cijena bankovnih usluga na razinu koja bi omogućila s tog aspekta konkurentnu poziciju poduzeća iz Hrvatske na globalnom tržištu. Konkurencija je ključna i za učinkovitu alokaciju kredita. Dvije su temeljne teorije o utjecaju strukture bankovnog tržišta na poslovanje bankovnog sektora: teorija *struktura–ponašanje–rezultat* (engl. *structure-conduct-performance*, SCP) i *teorija učinkovite ili efikasne strukture* (ES), poznata i pod nazivom teorija *relativne učinkovitosti* (engl. *relative efficiency*, RE) (Heffernan, 2005.). Temeljna je teza SCP teorije da bankovna tržišta s visokom koncentracijom omogućuju *otvorene* ili *prešutne* monopolske dogovore između banaka. Veća koncentracija povećava tržišnu moć u određivanju cijena i omogućava rast *ekstradobiti* banaka. U skladu s tom teorijom bankovna tržišta s niskim stupnjem koncentracije, tj. tržišta s relativno velikim brojem banaka od kojih svaka ima mali udio na tržištu, savršeno su konkurentna i rezultiraju postizanjem alokacijske učinkovitosti. Međutim, već je Schumpeter osporavao mišljenje da oligopol ima isključivo negativan utjecaj jer gospodarski subjekti s većom tržišnom moći imaju jače izražen poticaj da se inoviraju. Tijekom osamdesetih godina prošlog stoljeća teorija tržišta neograničene konkurencije istaknula je, da uz postojeću, i potencijalna konkurencija može utjecati na ponašanje sudionika pojedine djelatnosti na tržištu (Baumol et al., 1982.). Sutton (1991.) je pokazao da jako cjenovno

natjecanje smanjuje dobit i čini ulazak na tržište manje atraktivnim. Taj je nalaz u potpunosti odbacio tradicionalnu tezu ugrađenu u klasičnu SCP paradigmu, te umjesto slijeda da visoka koncentracija vodi do ostvarivanja velike dobiti, potvrdio da - jaka konkurencija smanjuje dobit koja onda vodi do visoke koncentracije (Kraft, 2007.).

Teorija ES/RE pretpostavlja da su veliki udjeli malog broja banaka na tržištu rezultat njihove veće učinkovitosti. Prema teoriji ES/RE, koja je obrazložena u radovima Demsetza (1973.) i Peltzman (1977.), razlike u tržišnim udjelima nastale su po osnovi veće učinkovitosti (Carletti, Hartmann i Spagnolo, 2002.). Pretpostavlja se da su neke banke pružale svoje usluge po nižim troškovima u odnosu na svoje konkurente, pa su se po toj osnovi razvile i povećale svoj udio na tržištu te povezano s tim postale učinkovitije i uspješnije. Stoga je, prema tom pristupu, veća koncentracija pozitivno korelirana s višom razinom razvoja i učinkovitosti bankovnog sektora. Teorija ES/RE može se povezati s konceptom *X-učinkovitosti*, prema kojem su banke koje imaju bolji menadžment i/ili tehnologiju, relativno *X-učinkovitije*, pa mogu ponuditi niže cijene, povećati tržišni udio (što povećava koncentraciju) i ostvariti veću dobit (Heffernan, 2005.).

Nastajanje sadašnje strukture bankovnog sektora u Hrvatskoj nije još dovoljno istraženo u kontekstu navedenih teorija. Pored toga, nedostaju i novi pristupi. Claessens i Laeven (2003.) naglašavaju da su pitanja konkurentnosti u financijskom sektoru mnogo složenija nego što se početno pretpostavljalo. Za mjerenje stvarnog stupnja konkurencije nisu dovoljne samo mjere koncentracije. Neophodno je i korištenje sofisticiranijih metoda, uključujući i neposredno testiranje ekonomskih varijabli. Postoji veći broj empirijskih istraživanja u kojima se ispituje povezanost koncentracije u bankovnom sektoru s konkurencijom između banaka, učinkovitošću i uspješnošću, te stabilnošću i razvijenošću financijskog sustava, koncentracijom i konkurencijom u drugim djelatnostima, te ekonomskim rastom. U istraživanjima povezanosti koncentracije i stabilnosti sustava (sistemskih rizika) nema jednoznačnih odgovora (iznose se čak i suprotne teze: Claessens, 2006.). U posljednja dva desetljeća koncentracija je porasla. Sve je veći broj preuzimanja i spajanja banaka u većini zemalja, pa i u Hrvatskoj (za detaljniji uvid u čimbenike koji utječu na konsolidaciju banaka vidjeti: Hawkins i Mihaljek, 2001.; Mihaljek, 2006.; Group of Ten, 2001. i Claessens, 2006.). Načelo *prevelik da se propadne* (engl. *too big to fail*) često se ostvaruje. U Hrvatskoj se također potvrđuje takva praksa (na primjeru hrvatskih državnih banaka koje su sanirane devedesetih godina, nakon sloma bankovnog sustava u razdoblju 1998 – 2001.).

Udjeli imovine prvih pet banaka u ukupnoj imovini bankovnog sektora u Hrvatskoj u višegodišnjem su razdoblju iznad prosjeka *eurozone* i Evropske unije. Taj pokazatelj sam po sebi ne daje jednoznačan odgovor o utjecaju konkurencije na alokacijsku učinkovitost bankovnog sektora, što je u središtu naše analize. Nakon

devedesetih godina oligopolna struktura hrvatskog bankovnog sektora dobila je u nekim elementima konkurentska obilježja, ali nedovoljno. Međutim, još uvijek nisu stvoreni svi preduvjeti za to da djelovanje ove determinante pridonese znatnijem povećanju alokacijske učinkovitosti bankovnog sektora. Iz analitičkih pokazatelja se može utvrditi da je u dijelu aktualnog recesijskog razdoblja ostvareno čak povećanje udjela razlike kamatnih prihoda po osnovi kredita, i kamatnih troškova po osnovi depozita, što znači da koncentracija i konkurencija nisu, barem ne pravovremeno, rezultirale i smanjenjem udjela kamatne razlike u prosječnoj imovini.

8. Strategija održivog ekonomskog rasta

U osmišljavanju strategije izlaza, odnosno strategije održivog ekonomskog rasta i srednjoročnog razvitka 2014. – 2020. nužno je kao polazište uzeti u obzir sadašnje makroekonomske neravnoteže i rizike, tzv. indikatore „ranjivosti“ ekonomskog sustava Hrvatske.

Visoki rizik javnog duga odražava se u prinosima na državne obveznice, a čimbenici koji određuju premiju za rizik zemlje utječu i na visinu kamatnih stopa na bankovne kredite. Ukratko, izostane li fiskalna prilagodba, to će se odraziti i na povećanje kamatnih stopa na bankovne kredite. Bitno je, međutim, i kakva se fiskalna prilagodba provodi. U članicama Europske unije u kojima je ostvaren veliki *negativni jaz* između proračunskih prihoda i rashoda, provedba fiskalne konsolidacije blokirala je oživljavanje agregatne potražnje i kriza se produbljuje. Stoga se najavljuju promjene u načinu njezina provođenja. Nastojanja će vjerojatno biti usmjerena na traženje rješenja kojima će se u okviru strategije *Europa 2020.* i *Europskog semestra* (godišnjeg ciklusa koordinacije i usmjeravanja ekonomskih politika zemalja članica Europske unije) fiskalna prilagodba provoditi tako da istodobno potiče rast ekonomije a ne *blokira* gospodarski rast.

Osnovni financijski pokazatelji i udjeli djelomično nadoknadivih i potpuno nenadoknadivih kredita banaka u ukupnim kreditima odobrenim hrvatskom gospodarstvu ukazuju na znatan kreditni rizik s kojim se banke suočavaju u kreditiranju poduzeća, zbog krize realnog sektora ekonomije u uvjetima ekonomske recesije. Međutim, osim izvorno kreditnog rizika, hrvatska ekonomija je pod utjecajem potencijalnih učinaka i drugih rizika, osobito valutnog, kamatnog i rizika likvidnosti koji se u negativnim scenarijima također pretvaraju u kreditni rizik. Zbog visoke *euroizacije* ekonomije sužen je manevarski prostor za aktivniju monetarnu politiku. Nadalje, i kamatne stope banaka na kredite, unatoč činjenici da su značajno smanjene u usporedbi s razinom iz devedesetih godina, zbog kontinuirane prisutnosti visokih rizika u realnom sektoru još su uvijek iznad razine koja bi, po toj osnovi,

pridonosila konkurentnosti hrvatskih poduzeća na globalnom tržištu. Većina kredita je ugovorena uz promjenjivu kamatnu stopu, pa su sektor stanovništva i sektor poduzeća izloženi i kamatnom riziku, a banke i po toj osnovi kreditnom riziku.

Iznesene neravnoteže, rizici i neizvjesnosti u hrvatskoj ekonomiji zahtijevaju drukčiju regulaciju i ekonomsku politiku od dosadašnjih. Otklanjanje identificiranih makroekonomskih neravnoteža i stvaranje uvjeta za održivi razvitak hrvatske ekonomije nije moguće ostvariti u suvremenim *globaliziranim* uvjetima bez srednjoročne strategije razvoja od 2014. do 2020. godine (Radošević, 2013.). Za izlazak iz recesije i rješavanje problema visoke nezaposlenosti Hrvatskoj je potrebno uređeno i stabilno makroekonomsko okruženje na svim područjima relevantnim za ostvarivanje investicijskog ciklusa, povećanja proizvodnje i izvoza. To znači otklanjanje postojećih makroekonomskih neravnoteža i reduciranje znatnih rizika koji po različitim osnovama postoje u realnom i financijskom sektoru.

Poticanjem razvitka financijskih tržišta pridonijelo bi se povećanju konkurencije između različitih oblika financiranja poduzeća (emisijom vrijednosnica i bankovnih kredita), te povećanju kvalitete informacija o bonitetu sudionika na tržištu, što bi povratno koristilo i smanjenju rizika s kojima se banke suočavaju u kreditiranju poduzeća. Mjerama na području *regulacija-struktura-koncentracija-konkurencija* bankovnog sektora utjecalo bi se na smanjenje rizika po različitim osnovama, a osobito na smanjenje kamatnih stopa, problema nelikvidnosti, procikličnosti bankovnih rezerviranja. Monetarnom politikom koja bi jače podržavala gospodarski razvitak utemeljen na povećanju proizvodnje, investicija, izvoza i zapošljavanja, pridonijelo bi se poboljšanju performansi hrvatske ekonomije. Mjerama za podizanje konkurentnosti gospodarstva (reflacijskim politikama) pridonijelo bi se reduciranju problema nastalih u provođenju tečajne politike. Naime, pridonijelo bi se otklanjanju disproporcija u izvozno-uvoznim aktivnostima, negativnog salda tekućeg računa bilance plaćanja, i zaustavljanju rasta inozemnog zaduživanja. Mjerama smanjenja *euroiziranosti* hrvatske ekonomije (jer, zalažemo se za strategiju de-eurizacije, kao važnog dijela strategije de-financijalizacije hrvatske ekonomije) smanjili bi se valutni rizici realnog sektora i sistemski rizik koji po toj osnovi ima bankovni sektor.

9. Zaključak

Rezultati provedenog istraživanja u kontekstu novih monetarnih i makroekonomskih teorija pružaju argumente za tvrdnju da je u Hrvatskoj u dugom razdoblju postojala neusklađenost između financijskog i realnog sektora nacionalne ekonomije, koja je perzistentna i u uvjetima prolongirane recesije 2009. – 2013. godine.

Postoje značajne unutarnje i vanjske makroekonomske neravnoteže. Zbog toga je Evropska unija pokrenula „proceduru prevelikog deficita“ i „proceduru za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža“ u Hrvatskoj, kao i izradu tzv. „dubinske analize“ hrvatskog gospodarstva.

U našem su istraživanju dijagnosticirani potencijalni uzroci nastajanja makroekonomskih neravnoteža. To je odabrani model ekonomskog rasta, koji stvara dualitet između realnog i financijskog sektora nacionalne ekonomije, zbog deregulacije financijskog sektora, te financijalizacije hrvatske ekonomije, uz pojavu prevladavajućeg utjecaja financijskog sektora.

Temeljni je preduvjet za otklanjanje posljedica nastalih sektorskih promjena u hrvatskom gospodarstvu - i povezano s tim nezaposlenih resursa, rješavanje problema visoke stope nezaposlenosti i niske stope zaposlenosti - napuštanje ekonomskog modela utemeljenog na financijskoj deregulaciji. Nužna je promjena postojećeg modela rasta ekonomije koji stimulira potrošnju, uvoz i zaduživanje. Taj model treba zamijeniti modelom koji stimulira proizvodnju, investicije, izvoz i zapošljavanje. Za njega je potreban i novi redoslijed ekonomskih politika. Model razvitka hrvatskog gospodarstva mora se temeljiti na izvoznoj orijentaciji utemeljenoj na suvremenoj industrijskoj politici⁵. Stimulativni kriteriji za proizvodnju, investicije, izvoz i zapošljavanje trebaju biti ugrađeni u sve pojedinačne ekonomske politike kojima se mogu pokrenuti pozitivni pomaci na tim područjima. To uključuje i redefiniranje monetarno - kreditne politike centralne banke. Kreditne politike banaka moraju biti u funkciji ekonomskog razvitka i rasta nacionalne ekonomije. Treba napustiti dugogodišnju alokaciju bankovnih kredita na osnovama sustava deregulacije i slabe supervizije bankovne industrije, koja je zbog bržeg rasta kredita sektoru stanovništva (za uvoz i potrošnju) nego sektoru poduzeća (za izvoz i proizvodnju), bila nedovoljno u funkciji održivog gospodarskog razvitka. Za to je potrebno i reduciranje znatnih rizika koji po različitim osnovama postoje u korporacijskom sektoru. Otklanjanjem problema nelikvidnosti, deficita salda konsolidirane opće države, pridonijelo bi se smanjenju ukupnih rizika, a to bi nadalje utjecalo na smanjenje premije za rizik u strukturi kamatnih stopa, smanjilo kamatne stope na bankovne kredite, otklonilo jedan od ključnih razloga nekonkurentnosti hrvatskih poduzeća, potaknulo investicije i ukupne gospodarske aktivnosti. O tome postoji stručni konsenzus hrvatskih i inozemnih makroekonomista (primjerice, vidjeti opširnije u: Chang, 2003.; Blanchard et al., 2010. i 2013.;

⁵ Smatramo potrebnim istaknuti da bi se novi ekonomski model Hrvatske, prema našem mišljenju, svakako morao temeljiti na Post-keynezijanskom/Kaleckijevom pristupu, koji radikalno odudara od tzv. Novog makroekonomskog konsenzusa (engleski, „New Consensus Macroeconomics“ – NCM), te na novim monetarnim teorijama, na specifičnoj kombinaciji Post-keynezijanske monetarne teorije i teorije tzv. tržišnih monetarista.

Becker, Daianu et al., 2010.; Stiglitz, 2010.; Zdunić, 2011.; Baletić i Družić, 2012.; Hein, 2012. i Teodorović, 2013., etc.).

Poseban problem u osmišljavanju novog modela ekonomskog rasta i jačanju makroekonomske stabilnosti hrvatske ekonomije predstavljat će sve izraženiji deflacijski pritisci u 2014. godini, te problemi implementacije fiskalne konsolidacije i novih mjera makroekonomske politike za otklanjanje makroekonomskih neravnoteža Hrvatske u sklopu Evropskog semestra.

LITERATURA:

- Babić, M. (2006.). *Od dezinflacije u zaduženost: Hrvatska privreda 1994-2004.*, Zagreb: Binoza Press i Ekonomski fakultet Zagreb.
- Baletić, Z. i Družić, G. (ur.). (2012.). *Iz krize u depresiju*, Zagreb: HAZU.
- Baumol, W., Panzar, J., Willig, R. (1982.). *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Becker Torbjorn, Daianu Daniel, Darvas Zsolt, Gligorov Vladimir, Landesmann Michael, Petrovic Pavle, Pisani-Ferry Jean, Rosati Dariusz, Sapir Andre and Weeder Di Mauro Beatrice, (2010.): *Whither Growth in Central and Eastern Europe? Policy Lessons for an Integrated Europe*; Bruegel Blueprint 11; Bruegel Institute; Brussels
- Becker J. et al. (2010.). „Peripheral Financialisation and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective“, *Competition & Change*, 14(3-4).
- Blanchard, O., Dell' Ariccia, G., Mauro P. (2010.). „Rethinking Macroeconomic Policy“, *IMF Staff Position Note* SPN/10/03, International Monetary Fund, Washington DC, February 12, 2010.
- Blanchard, O. Dell' Ariccia, G., Mauro P. (2013.). „Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular“, *IMF Staff Position Note* SPN/13/03, International Monetary Fund, Washington DC, April 15, 2013.
- Carletti, E., Hartmann, P., Spagnolo, G. (2002.). „*Implications of the bank merger wave for competition and stability*“, CGFS conference. *Dostupno na:* <http://www.elenacarletti.com/ele na papers/implications-mergers-2002.pdf>
Pristup: 12-05-2012.
- Chang Ha-Joon, (2003.): *Rethinking Development Economics*; Anthem Press; London
- Claessens, S., Laeven, L. (2003.). „What Drives Bank Competition? Some International Evidence“, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3113.

- Claessens, S. (2006.). „Current challenges in financial regulation“, *World Bank Policy Research Working Paper*, No 4103.
- Čeh, A. M., Dumičić, M., Krznar, I. (2011.). *Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog loma*, HNB, Istraživanja, 1-30.
- Declan, Costello and Fischer Jonas, (2012.): *Scorecard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances*; European Commission; Directorate – General for Economic and Financial Affairs; Occasional Papers 92; Brussels; February 2012
- Demsetz, H. (1973.). “Industry structure, market rivalry and public policy”, *Journal of Law and Economics*, 16(1): 1-9.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2008.). „*Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth*“, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 4469. Dostupno na: <http://go.worldbank.org/BW BRP91A50>. Pristup: 26.4.2013.
- Dornbusch, R., Fischer, S., Startz, R. (2008.). *Macroeconomics*, New York: McGraw Hill.
- Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, (2013.): *Izvešće o prekomjernom proračunskome manjku i razini duga opće države u Republici Hrvatskoj*; Zagreb; 21. listopada 2013.
- European Commission, (2012.): *Completing the Scorecard for the MIP: Financial Sector Indicator*; Commission Staff Working Paper; Brussels; SWD (2012) 389 Final
- European Commission, (2013.): *Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and European Economic and Social Committee – Alert Mechanism Report 2014*; Brussels; COM (2013) 790 Final
- EBRD, (2013.): *Regional Economic Prospects in EBRD Countries of Operations*; London; November 2013
- Financijska agencija, *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske, razne godine*.
- Freund, L. C. (2000.). *Current account adjustment in industrialized countries*, *International Finance Discussion Papers*, No. 692, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Gabor, D. (2010.). „(De)Financialization and the Crisis in Eastern Europe“, *Competition and Change*, Vol. 14, No. 3-4; December, 2010.
- Gagnon, Joseph, (2013.): *Stabilizing Properties of Flexible Exchange Rates: Evidence from the Global Financial Crisis*; Peterson Institute for International Economics; Washington DC; November 2013

- Grabel I. (2003.). „*International Private Capital Flows and Developing Countries*“, u: *Ha-Joon Chang* (ur.), *Rethinking Development Economics*, Anthem Press, London.
- Grabel I. (2013.). „The Rebranding of Capital Controls in an Era of Productive Incoherence“, *PERI Working Paper Series, Number 318*, Political Economy Research Institute, Amherst, MA; April 2013.
- Gertler, M. (1988.). „Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview“, *Journal of Money, Credit and Banking*, 20(3), pp. 559-588. Dostupno na: <http://clevelandfed.org/Research/jmcb/gertler.pdf>. Pristup: 26.4.2013.
- Gligorov, V., Vidović, H. (2004.). *Debt Sustainability and Growth*, WIIW Research Papers, No. 306.
- Greenwood, R. and Scharfstein, D., (2013.). „The Growth of Finance“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, Number 2, Spring 2013.
- Group of Ten (2001.). *Report on Consolidation in the Financial Sector*, Basel: Bank for International Settlements.
- Hartmann, P., Heider, F., Papaioannou E., Lo Duca, M. (2007.). „The Role of Financial Markets and Innovation in Productivity and Growth in Europe“, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No 72. Dostupno na: <http://www.ecb.int/>. Pristup: 26.4.2013.
- Hawkins, J., Mihaljek, D. (2001.). „The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability - an overview“, *BIS Papers*, No. 4.
- Hein, Eckhard, (2012.): *The Macroeconomics of Finance – dominated Capitalism and Its Crisis*; Edward Elgar; Cheltenham
- Heffernan, S. (2005.). *Modern Banking*, London: John Wiley & Sons, Ltd.
- Hrvatska narodna banka, *Bilten HNB-a*, razni brojevi.
- Hrvatska narodna banka, *Financijska stabilnost*, razni brojevi.
- Hrvatska narodna banka, *Godišnje izvješće*, razne godine.
- HNB (2006.). *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske*, Zagreb, travanj 2006.
- Hrvatska udruga banaka, *Analize*, razni brojevi.
- IMF (2013.). „Austria: Financial Sector Stability Assessment, International Monetary Fund“, *IMF Country Report*, No. 13/283, September 2013.
- Jakovčević, D., Lovrinović, I. i Radošević, D. (ur.), (2011.). *Novac i ekonomski rast*, Ekonomski fakultet, Zagreb, srpnja
- Jurčić, Lj. (2010.). „Hrvatska – atipični model gospodarenja“, *Ekonomski pregled*, 61(12): 852-880.

- Jurković, P. (2002.). *Javne financije*, Zagreb: Masmedia.
- Jurman, A. (2009.). „Financijski potencijal hrvatskih banaka, obilježja i projekcije rasta“, *Ekonomski istraživanja*, 22(1): 60-80.
- Kraft, E. (2007.). „Kolika je konkurencija u hrvatskom bankarskom sektoru?“, HNB, *Istraživanja I* – 19.
- Krnić, B. (2010.a). „*The Role of Banks in the Economic Development of the Small Open Economy: The Republic of Croatia*“, Proceedings of the 2nd International Conference “Vallis Aurea” Focus on: Regional Development, Editor Branko Katalinic, Published by Polytechnic of Pozega, Croatia & DAAAM International Vienna, Austria, pp. 0631-0639.
- Krnić, B. (2010.b). „Bankovni i realni sektor u Hrvatskoj u kontekstu nastalih neravnoteža i deformacija“, 1. i 2. dio, *Novi informator*, br. 5904, 5905-5906.
- Krnić, B. (2012.a). *Deformacije i neravnoteže hrvatske ekonomije nastale u interakcijama bankovnog i realnog sektora*, doktorska disertacija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet.
- Krnić, B. (2012.b). „*Limitations and Assumptions of the More Efficient Banking Economic Impact on the Croatian Economy*“, Proceedings of the 3rd International Conference “Vallis Aurea” Focus on: Regional Development, Editor Branko Katalinic, Published by Polytechnic of Pozega, Croatia & DAAAM International Vienna, Austria, pp. 0485-0493.
- Krnić, B. (2013.). „*Performanse hrvatskog gospodarstva kao izvor rizika za financijsku stabilnost*“, Zbornik radova 14. međunarodne znanstvene i stručne konferencije „Računovodstvo i financije – RiM“, Hrvatski računovođa i RRIF Visoka škola za financijski menadžment, Zagreb, str. 97-116.
- Lapavitsas, C. (2009.). „*Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation*“, RMF, *Discussion Paper 10*, www.rmf.org
- Lapavitsas, C. (2011.). *Theorizing Financialisation; Work, Employment and Society* 25(4); <http://wes.sagepub.com/content/25/4/611>.
- Levine, R. (1997.). „*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*“, *Journal of Economic Literature*, 35(2), pp. 688-726.<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2729790?uid=3738200&uid=2&uid=4&sid=21102201167897>. Pristup: 26.4.2013.
- Levine, R. (2004.). „*Finance and Growth: Theory and Evidence*“, *NBER Working Paper*, No. 10766. Dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w10766>. Pristup: 26.4.2013.
- Lokin, B. (2000.). *Hrvatska 2015.*, Zagreb: Golden marketing.
- Lucarelli, B. (2011.). *The Economics of Financial Turbulence – Alternative Theories of Money and Finance*; Edward Elgar Cheltenham.

- Ljubaj, I. (2005.). „Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj“, *HNB, Pregledi*, 21.
- Mihaljek, D. (2006.). „Privatisation, consolidation and the increased role of foreign banks“, *BIS Papers*, No. 28.
- Minsky, H. P. (1992.). „*The Financial Instability Hypothesis*“, *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, No. 74. Dostupno na: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=161024>. Pristup: 26.4.2013.
- Minsky, H. P. (2008.). *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw Hill.
- MMF (2008.). „*Međunarodni monetarni fond – Republika Hrvatska, Procjena stabilnosti financijskog sustava – ažurirana verzija*“. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/mmfo/odabrane-teme/h-procena-stabilnosti-fin-sustava-2008.pdf> Pristup: 08-05-2010.
- MMF (2011.). „*Međunarodni monetarni fond – Republika Hrvatska*“, *Izveštje članova Misije MMF-a o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a održanim 2011.* (8. lipnja 2011.).
- Pagano, M. (1993.). „Financial Markets and Growth: An Overview“, *European Economic Review*, 37(2-3), pp. 613-622. Dostupno na: <http://www.csef.it/pagano/EER-1993.pdf>. pristup: 26.4.2013.
- Palley I. T. (2007.). *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute, *Working paper* 525; Amherst; MA; December 2007.
- Peltzman, S. (1977.). „The Gains and Losses from Industrial Concentration“, *Journal of Law and Economics*, 20(2): 229 – 263.
- Prohaska, Z. (1994.). *Upravljanje vrijednosnim papirima*, Zagreb: Poslovna knjiga: Infoinvest.
- Prohaska, Z. (2003.). „The Financial Market in Croatia“, *Bančni vestnik – special issue – Financial Markets and Non-banking Financial Intermediaries in Transition Countries*, 52(7-8): 99-105.
- Radošević, D. (2005.). *Izazovi razvoja: Zagovor nove ekonomske politike Hrvatske*, Zagreb: Politička kultura.
- Radošević, D., Zdunić, S. (2007.). „Hrvatska tranzicijska konvergencija“, *Ekonomski pregled*, 58(12): 769-803.
- Radošević, D. (2010.a). „Strategija liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom“, *Ekonomski pregled*, 61(12): 725-768.
- Radošević, D. (2010.b). „Platna bilanca, inozemna zaduženost i ekonomska politika Hrvatske“, *Ekonomija/Economics*, 17(1):1-38.
- Radošević, D., ur. (2010.c). *Kriza i ekonomska politika*, Zagreb: Naklada Jesenski i Turk.

- Radošević D. (2011.). „*Neizvjesnost i anticiklična monetarna politika*“, u: Jakovčević, D., Lovrinović, I. i Radošević, D. (ur.), *Novac i ekonomski rast*, Ekonomski fakultet, Zagreb, srpnja 2011.
- Radošević, D. (2012.a). *Kapitalni tokovi, tečaj i Europska monetarna unija*, Zagreb: Naklada Jesenski i Turk.
- Radošević, D. (2012.b). „Fiscal Policy in Crisis: Rethinking Austerity“, *International Review of Economics and Business*, Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, Vol. XV. No. 2.
- Radošević, D. (2013.). „Za razvojnu strategiju Hrvatske 2014.-2020.“, *Ekonomski pregled*, 64(3), 187-212.
- Raspudić Golomejić, Z. (2007.). „Koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj“, *Financijska teorija i praksa*, 31(2): 151-179.
- Reinhart, M. C., Rogoff, S. K., Savastano, A. M. (2003.), „Debt Intolerance“, *NBER Working Paper Series*, No. 9908.
- Reinhart, M. C., Rogoff, K. (2009.). *Ovaj put je drukčije – Osam stoljeća financijske gluposti*, Zagreb: Hrvatska gospodarska komora.
- Santini, G. (2006.). „Učinci tečajne politike na gospodarstvo Hrvatske u razdoblju 1994.-2005. godine“, *Ekonomija/Economics*, 13(1): 1-30.
- Santini, G. (2007.). *Iluzija i stvarnost hrvatskog gospodarstva*, Zagreb: RIFIN.
- Stiglitz, J., Greenwald, B. (2003.). *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*; Cambridge University Press; Cambridge.
- Stiglitz, J., (2010.). *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy*; Allen Lane, London
- Sučić, H., Miloš Sprčić, D., Zoričić, D. (2011.). „Upravljanje financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima“, u: *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 9(1): 67-84.
- Sutton, J. (1991.). *Sunk Costs and Market Structure*, Cambridge: MIT Press.
- Teodorović, Ivan, (2013.): „Refleksije i poruke 21. tradicionalnog Savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista“, *Ekonomski pregled*; broj 6., Zagreb; 2013.
- Trew, A. (2006.). „Finance and Growth: A Critical Survey“, *Economic record*, 82(259), pp. 481-490.
- White, W. (2013.). „*Is Monetary Policy a Science? The Interaction of Theory and Practice Over the Last 50 Years*; Federal Reserve Bank of Dallas“, Globalization and Monetary Policy Institute, *Working Paper*, No, 155; September 2013; <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2013/0155.pdf>.
- Woodford, M. (2012.). *Methods of Policy Accomodation at the Interest - Rate Lower Bound*; Columbia University ; New York ; August 20, 2012.

Zavod za platni promet. *Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske, razne godine.*

Zdunić, S. (2011.). „Od nemogućeg monetarnog trokuta do ekonomske depresije“, u: *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, Rijeka, prosinca 2011.

MACROECONOMIC IMBALANCES IN CROATIAN ECONOMY: DUALITY BETWEEN FINANCIAL AND REAL SECTOR

Summary

Global financial and economic crisis has initiated numerous theoretical and empirical research papers on dichotomy between financial and real sector of national economies. Research suggests that this dichotomy is one of the key risks regarding financial (in) stability. This paper builds on the assumption that such duality exists in the Croatian economy and is leading to various macroeconomic imbalances. This model of economic growth is known as „finance - dominated capitalism“ or „growth model based on financial deregulation“. An analysis of key macroeconomic indicators has determined a link between such a growth model and macroeconomic instability in Croatia. Authors suggest in the paper urgent need for reformulation of the existing growth model.

Key words: financial sector of economy, real sector of economy, finance - dominated capitalism, financialization, inherent instability of financial system, macroeconomic imbalances, European Semester, Macroeconomic Imbalance Procedure